上海梅林(600073.SH)

资产注入接近完成，光明集团参与配股、计划增持、推动激励彰显支持决心

评级 买入 前次: 买入

目标价（元）: 20.4

分析师
胡彦超
S0740512070001
021-20315176
huyc@r.qlzq.com.cn

2015 年 7 月 15 日

基本状况

总股本(百万股)	937.73
流通股本(百万股)	822.74
市价(元)	9.14
市值(百万元)	8570.85
流通市值(百万元)	7519.84

股价与行业 市场走势对比

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	10,376.	10,591.	16,080.	19,529.	22,412.
营业收入增速	32.15%	2.35%	51.83%	21.45%	14.76%
净利润增长率	10.85%	-14.53%	25.43%	37.28%	39.06%
摊薄每股收益（元）	0.19	0.16	0.18	0.24	0.34
前次预测每股收益（元）	0.19	0.16	0.18	0.24	0.34
市场预测每股收益（元）					
偏差率（本次-市场/市					
市盈率（倍）	46.51	66.26	70.06	51.03	36.70
PEG	4.29	3.17	2.75	1.37	0.94
每股净资产（元）	2.41	2.56	3.39	3.57	3.85
每股现金流量（元）	0.25	0.17	0.26	0.25	0.43
净资产收益率	7.83%	4.33%	5.24%	6.83%	8.80%
市净率	3.64	2.87	3.67	3.48	3.23
总股本（百万元）	822.74	937.73	937.73	937.73	937.73

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：公司发布关联交易公告，确定了拟出售资产和注入资产的最终交易价格（预计 7 月底股东会通过后完成交割）；同时，公司发布配股发行预案，拟募集资金 12 亿元，全部用于偿还银行贷款和补充流动资金，光明集团、益民集团已承诺将以现金全额认购可配股份。**

  - **资产出售。**向控股股东益民集团出售正广和饮用水 50%股权，最终交易价格为 1.65 亿元，采用现金交割。

  - **关联投资及资产购买。**与上海市上海农场拟合资设立江苏梅林畜牧有限公司，注册资本 36000 万元，其中本公司现金出资 18360 万元，占比 51%，并由梅林畜牧公司向上海农场下属单位及上海市川东农场下属单位购买生猪养殖业务涉及的全部生物性资产、存货及部分固定资产，确定资产收购价格为 3.71 亿元，采用现金交割。

  - **资产购买。**向上海牛奶集团购买肉牛、饲料、食品流通及技术服务四类业务，共涉及 12 家公司股权，确定资产收购价格为 3.29 亿元。本次交易拟收购上海联豪食品有限公司 60%股权采用收益法评估，牛奶集团对上海联豪 2015 年至 2017 年归属于母公司净利润作出盈利预测承诺，承诺金额分别不低于 1041.71 万元、1447.53 万元、1766.20 万元。**联豪维持着天猫上牛排单品销量 40 万份的记录，看好上海梅林在高端肉牛养殖和打造牛肉销售领导品牌的潜质（详见我们 3 月 27 日深度报告《大股东注入相关资产，肉类航母扬帆启航》）。**

  - **配股募资。**公司拟按每 10 股配售不超过 3 股的比例向全体股东进行配售，本次配股预计募集资金总额不超过 120000 万元（含发行费用），全部用于偿还贷款和补充流动资金。控股股东光明食品集

此报告专供民生加银基金管理有限公司研究报告公共邮箱阅读

团及上海益民食品一厂承诺，将按照最终核准的配股比例以现金方式按照持股比例全额认购可配股份。**2014年公司短期借款高达15.8亿元、财务费用1.07亿元，整体负债率达45%以上，在同行业中处于较高水平，配股募资主要用于偿还银行贷款，将大幅减少财务费用对公司净利润的侵蚀。**

- **随着前期市场大幅调整，公司股价从高点下挫52.35%，目前市值仅为85.71亿，对应2015年市销率0.54倍PS（不考虑资产注入也仅为0.69倍），超跌严重。在国企改革进程持续推下，公司有望做强主业、提升效率、完善激励，光明集团计划增持也显示出对公司做大做强肉类业务的坚定支持、志在打造中国肉类航母。**
- **我们自去年7月份推荐以来，看好上海梅林的逻辑始终在于国企改革进程带来的效率提升，2015年上海梅林国企改革迈出坚实一步，实际控制人光明集团旗下的牛肉猪肉相关资产将注入上市公司，意在打造中国肉类航母企业，同时新管理层值得期待。**
  - 2015年3月27日公司发布公告，拟注入实际控制人光明集团旗下的牛肉猪肉相关资产，资产注入后将使公司收入增厚30-40亿元，品类上从猪肉进一步拓展至牛羊肉等各类肉制品，并完成了上下游一体化的布局，真正形成了大肉食板块，而养殖采取适度规模又控制了养殖风险;
  - 新管理层雄心勃勃，原牛奶集团CEO沈伟平出任上海梅林总裁，计划加强激励、整合渠道、并购强化产业链。新三年发展规划从追求规模和速度向注重质量和效益转变，我们预计2018年目标收入250亿元，净利润超过4亿元，计划培育出11个产值规模超过20亿元的业务子单元。
- **实际控制人光明集团计划增持，彰显对梅林做大做强肉类业务的坚定支持，同时我们预计集团将积极推动公司完善激励机制，。**公司于2015年7月9日发布公告称:（1）公司将尽快完成前期公告的收购实际控制人光明集团相关资产事项，进一步做大、做强公司主营业务。（2）光明集团拟在公司股票复牌后择机增持上海梅林股票。（3）光明集团及一致行动人和公司全体董事、监事、高级管理人员承诺在今年内不减持上海梅林股票。（4）光明集团和公司将积极推动公司的股权激励或员工持股计划工作。
- **6月底猪价开始加速上涨，有助于公司收入增速出现回升。**二季度末猪价开始快速上涨——近两周全国生猪价格上涨11%，而从3月中旬开始猪价涨幅已高达50%(齐鲁农业团队预计下半年猪价有望达到18-20元)，而公司屠宰业务占比近50%，猪价上涨将有助于公司收入增速回升。
- **资产注入完成后（预计7月底完成），预计2015-17年收入为160、195、224亿元，按2015年1.2倍市销率计算，目标市值192亿元，对应目标价20.4元，**重申“买入”。上海梅林坐拥大量历史悠久、优质的品牌资产，目前ROE只有双汇的1/4，而净利率不到双汇的1/6，未来改善空间巨大。资产注入后，预计2015-17年公司实现销售收入160、195、224亿元，对应EPS分别为0.18、0.24、0.34元。
- **风险提示：**食品安全问题、注入进度不达预期。

此报告专供民生加银基金管理有限公司研究报告公共邮箱阅读

图表 1：上海梅林销售收入预测总表

产品销售收入

单位：人民币百万元

项　目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
肉及肉制品						
销售收入	3,969.37	6,268.94	6,065.14	7,738.81	9,706.32	11,291.60
增长率（YOY）	*78.18%*	*57.93%*	*-3.25%*	*27.59%*	*25.42%*	*16.33%*
毛利率	13.25%	13.10%	13.89%	14.07%	14.13%	14.46%
销售成本	3,443.34	5,447.75	5,222.63	6,649.86	8,334.66	9,659.25
增长率（YOY）	*66.22%*	*58.21%*	*-4.13%*	*27.33%*	*25.34%*	*15.89%*
毛利	526.03	821.19	842.50	1,088.95	1,371.65	1,632.34
增长率（YOY）	*236.84%*	*56.11%*	*2.60%*	*29.25%*	*25.96%*	*19.01%*
占总销售额比重	50.55%	60.41%	57.25%	48.13%	49.70%	50.38%
占主营业务利润比重	47.46%	56.50%	53.92%	52.70%	54.08%	54.51%
冠生园						
销售收入	1,540.51	1,735.85	2,002.28	2,215.00	2,667.00	3,100.00
增长率（YOY）	—	*12.68%*	*15.35%*	*10.62%*	*20.41%*	*16.24%*
毛利率	29.27%	27.82%	27.90%	28.10%	27.60%	28.00%
销售成本	1,089.60	1,252.94	1,443.64	1,592.59	1,930.91	2,232.00
增长率（YOY）	—	*14.99%*	*15.22%*	*10.32%*	*21.24%*	*15.59%*
毛利	450.91	482.91	558.64	622.42	736.09	868.00
增长率（YOY）	—	*7.10%*	*15.68%*	*11.42%*	*18.26%*	*17.92%*
占总销售额比重	19.62%	16.73%	18.90%	13.77%	13.66%	13.83%
占主营业务利润比重	40.68%	33.23%	35.75%	30.12%	29.02%	28.98%
食品分销						
销售收入	2,308.16	2,336.61	2,490.00	4,100.00	4,860.00	5,500.00
增长率（YOY）	—	*1.23%*	*6.56%*	*64.66%*	*18.54%*	*13.17%*
毛利率	4.21%	4.89%	5.00%	4.80%	4.80%	5.00%
销售成本	2,211.04	2,222.42	2,365.50	3,903.20	4,626.72	5,225.00
增长率（YOY）	—	*0.51%*	*6.44%*	*65.01%*	*18.54%*	*12.93%*
毛利	97.12	114.19	124.50	196.80	233.28	275.00
增长率（YOY）	—	*17.58%*	*9.03%*	*58.07%*	*18.54%*	*17.88%*
占总销售额比重	29.39%	22.52%	23.50%	25.50%	24.88%	24.54%
占主营业务利润比重	8.76%	7.86%	7.97%	9.52%	9.20%	9.18%
其他（包含饲料）						
销售收入	34.24	35.08	37.00	2,026.35	2,296.64	2,521.20
增长率（YOY）	—	*2.47%*	*5.47%*	*5376.62%*	*13.34%*	*9.78%*
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	7.80%	8.50%	8.70%
销售成本	0.00	0.00	0.00	1,868.29	2,101.43	2,301.86
增长率（YOY）	—	—	—	—	*12.48%*	*9.54%*
毛利	34.24	35.08	37.00	158.06	195.21	219.34
增长率（YOY）	—	*2.47%*	*5.47%*	*327.18%*	*23.51%*	*12.36%*
占总销售额比重	0.44%	0.34%	0.35%	12.60%	11.76%	11.25%
占主营业务利润比重	3.09%	2.41%	2.37%	7.65%	7.70%	7.32%
销售收入小计	**7852.28**	**10376.48**	**10594.42**	**16080.15**	**19529.96**	**22412.80**
销售成本小计	**6743.99**	**8923.10**	**9031.78**	**14013.93**	**16993.72**	**19418.11**
毛利	**1108.29**	**1453.38**	**1562.64**	**2066.22**	**2536.24**	**2994.69**
平均毛利率	**14.11%**	**14.01%**	**14.75%**	**12.85%**	**12.99%**	**13.36%**

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：销售收入分项预测 1——肉及肉制品业务

肉及肉制品	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
总收入（百万元）	*3,188*	*3,969*	*6,269*	*6,065*	*7,739*	*9,706*	*11,292*
收入yoy	*43.1%*	*24.5%*	*57.9%*	*-3.3%*	*27.6%*	*25.4%*	*16.3%*
总毛利率	*9.1%*	*13.3%*	*13.1%*	*13.9%*	*14.1%*	*14.1%*	*14.5%*
毛利率（+/-）	*2.1%*	*4.2%*	*-0.2%*	*0.8%*	*0.2%*	*0.1%*	*0.3%*
总毛利（百万元）	*290*	*526*	*821*	*843*	*1,089*	*1,372*	*1,632*

来源：齐鲁证券研究所

此报告专供民生加银基金管理有限公司研究报告公共邮箱阅读

图表 3：梅林罐头详细预测表

梅林（罐头）	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
罐头产量（万吨）	4.7	4.9	5.0	5.4	6.2	7.5	9.0
产量yoy		4.3%	2.0%	8.0%	14.8%	21.0%	20.0%
罐头产能	4.5	4.5	4.5	5.5	8	9	9
产能利用率	104%	109%	111%	98%	78%	83%	100%
平均售价（元/吨）	22,195	23,057	25,357	25,982	27,053	28,021	28,850
价格yoy		3.9%	10.0%	2.5%	4.1%	3.6%	3.0%
销售收入（百万元）	1,043	1,130	1,268	1,403	1,677	2,102	2,597
收入yoy	19.5%	8.3%	12.2%	10.7%	19.5%	25.3%	23.6%
单位成本（元/吨）	18,550	16,465	17,845	18,473	19,208	19,867	20,397
单位成本yoy		-11.2%	8.4%	3.5%	4.0%	3.4%	2.7%
毛利率	16.4%	28.6%	29.6%	28.9%	29.0%	29.1%	29.3%
毛利率（+/-）	6.8%	12.2%	1.0%	-0.7%	0.1%	0.1%	0.2%
毛利（百万元）	171	323	376	405	486	612	761
单位毛利（元/吨）	3,645	6,592	7,512	7,509	7,845	8,154	8,453

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：爱森详细预测表

爱森	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
屠宰生猪（万头）	29	37	46	45	50	60	70
屠宰量yoy	11.5%	27.6%	24.3%	-2.2%	11.1%	20.0%	16.7%
屠宰产能	30	50	70	80	100	100	100
产能利用率	97%	74%	66%	56%	50%	60%	70%
头均售价（元/头）	1,712	1,736	1,999	1,928	1,978	2,012	2,053
价格yoy	9.5%	1.4%	15.1%	-3.5%	2.6%	1.7%	2.0%
收入（百万元）	497	642	919	868	989	1,207	1,437
收入yoy	22.2%	29.3%	43.2%	-5.6%	14.0%	22.1%	19.0%
头均成本（元/头）	1,333	1,354	1,616	1,550	1,578	1,608	1,642
成本yoy	7.0%	1.6%	19.3%	-4.1%	1.8%	1.8%	2.2%
毛利率	22.1%	22.0%	19.2%	19.6%	20.2%	20.1%	20.0%
毛利率（+/-）	1.8%	-0.2%	-2.8%	0.5%	0.6%	-0.1%	-0.1%
毛利（百万元）	110	141	176	170	200	243	287
头均毛利（元/头）	379	382	383	378	400	404	411

来源：齐鲁证券研究所

此报告专供民生加银基金管理有限公司研究报告公共邮箱阅读

图表 5：苏食详细预测表

苏食	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
屠宰生猪（万头）	-	75	78	74	80	97	105
屠宰量yoy	-		4.0%	-5.1%	8.1%	21.3%	8.2%
屠宰产能	-	120	120	120	150	150	150
产能利用率	-	63%	65%	62%	53%	65%	70%
头均售价（元/头）	-	1,725	1,860	1,789	1,856	1,901	1,925
价格yoy	-		7.8%	-3.8%	3.7%	2.4%	1.3%
屠宰收入（百万元）	1,137	1,294	1,451	1,324	1,485	1,844	2,021
屠宰收入yoy	46.6%	13.8%	12.1%	-8.7%	12.2%	24.2%	9.6%
头均成本（元/头）	-	1,607	1,747	1,678	1,739	1,789	1,810
成本yoy	-		8.7%	-3.9%	3.6%	2.9%	1.2%
屠宰毛利率	4.6%	6.9%	6.1%	6.7%	6.3%	5.9%	6.0%
屠宰毛利率（+/-）	-0.7%	2.3%	-0.8%	0.6%	-0.4%	-0.4%	0.1%
屠宰毛利（百万元）	52	89	88	89	94	109	121
头均毛利（元/头）	-	119	113	120	117	112	116
其他收入（百万元）	661	552	727	950	1200	1700	1900
其他收入yoy	1.2%	-16.5%	31.7%	30.8%	26.3%	41.7%	11.8%
其他收入毛利率	13.0%	14.3%	14.4%	14.0%	14.2%	14.1%	14.0%
其他收入毛利(百万元)	86	79	104	133	170	240	266
总收入（百万元）	1,798	1,846	2,177	2,274	2,685	3,544	3,921
总收入yoy	25.9%	2.6%	18.0%	4.4%	18.1%	32.0%	10.6%
总毛利率	7.7%	9.1%	8.9%	9.2%	9.8%	9.8%	9.9%
总毛利（百万元）	139	168	193	209	264	348	387

来源：齐鲁证券研究所（注:2011-12 年为备考盈利数据）

图表 6：重庆梅林详细预测表

重庆梅林（原今普）	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
屠宰生猪（万头）	104	110	102	85	90	105	120
屠宰量yoy	6.1%	5.8%	-7.3%	-16.7%	5.9%	16.7%	14.3%
屠宰产能	270	300	300	300	300	300	300
产能利用率	39%	37%	34%	28%	30%	35%	40%
头均售价（元/头）	1,585	1,552	1,867	1,789	1,851	1,879	1,900
价格yoy	14.6%	-2.1%	20.3%	-4.2%	3.5%	1.5%	1.1%
收入（百万元）	1,648	1,707	1,904	1,521	1,666	1,973	2,280
收入yoy	21.7%	3.6%	11.5%	-20.2%	9.6%	18.4%	15.6%
头均成本（元/头）	1,577	1,496	1,792	1,721	1,777	1,802	1,824
成本yoy	15.8%	-5.1%	19.8%	-3.9%	3.3%	1.4%	1.2%
毛利率	0.5%	3.6%	4.0%	3.8%	4.0%	4.1%	4.0%
毛利率（+/-）	-1.0%	3.1%	0.4%	-0.2%	0.2%	0.1%	-0.1%
毛利（百万元）	9	62	77	58	67	81	91
头均毛利（元/头）	9	56	75	68	74	77	76

来源：齐鲁证券研究所

图表 7：肉牛养殖及牛肉业务详细预测表

肉牛养殖及牛肉	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入（百万元）	-	-	-	628	722	881	1,057
收入yoy	-	-	-		15.0%	22.0%	20.0%
毛利率	-	-	-	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利（百万元）	-	-	-	63	72	88	106

来源：齐鲁证券研究所

此报告专供民生加银基金管理有限公司研究报告公共邮箱阅读

图表 8：销售收入分项预测2——休闲食品业务（冠生园）

冠生园	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入（百万元）	1,223	1,541	1,736	2,002	2,215	2,667	3,100
收入yoy	18.8%	26.0%	12.7%	15.3%	10.6%	20.4%	16.2%
毛利率	34.0%	29.3%	27.8%	27.9%	28.1%	27.6%	28.0%
毛利率（+/-）	3.8%	-4.7%	-1.5%	0.1%	0.2%	-0.5%	0.4%
毛利（百万元）	416	451	483	559	622	736	868

来源：齐鲁证券研究所

图表 9：销售收入分项预测3——食品分销业务

食品分销	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
进出口业务							
收入（百万元）	1,296	1,588	1,553	1,680	2,500	2,980	3,300
收入yoy	-5.4%	22.6%	-2.2%	8.2%	48.8%	19.2%	10.7%
食品流通业务（光明里、牛奶棚、和吉等）							
收入（百万元）	-	720	784	810	1,600	1,880	2,200
收入yoy	-		8.8%	3.4%	97.5%	17.5%	17.0%
总收入（百万元）	1,296	2,308	2,337	2,490	4,100	4,860	5,500
总收入yoy	-5.4%	78.1%	1.2%	6.6%	64.7%	18.5%	13.2%
总毛利率	4.2%	4.2%	4.9%	5.0%	4.8%	4.8%	5.0%
总毛利率（+/-）		0.0%	0.7%	0.1%	-0.2%	0.0%	0.2%
总毛利（百万元）	54	97	114	125	197	233	275

来源：齐鲁证券研究所

图表 10：销售收入分项预测4——饲料业务

饲料业务	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入（百万元）	-	-	-	1,807	1,987	2,256	2,481
收入yoy	-	-	-		10.0%	13.5%	10.0%
毛利率	-	-	-	8.0%	7.8%	8.5%	8.7%
毛利率（+/-）	-	-	-		-0.2%	0.7%	0.2%
毛利（百万元）	-	-	-	145	155	192	216

来源：齐鲁证券研究所

此报告专供民生加银基金管理有限公司研究报告公共邮箱阅读

图表 11：上海梅林财务预测三张报表

损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	**7,852**	**10,376**	**10,591**	**16,080**	**19,530**	**22,413**
增长率	*23.87%*	*32.1%*	*2.1%*	*51.8%*	*21.5%*	*14.8%*
营业成本	-6,722	-8,911	-9,017	-14,014	-16,994	-19,418
%销售收入	*85.6%*	*85.9%*	*85.1%*	*87.2%*	*87.0%*	*86.6%*
毛利	1,131	1,466	1,574	2,066	2,536	2,995
%销售收入	*14.4%*	*14.1%*	*14.9%*	*12.8%*	*13.0%*	*13.4%*
营业税金及附加	-36	-35	-40	-64	-78	-90
%销售收入	*0.5%*	*0.3%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.4%*
营业费用	-696	-877	-936	-1,330	-1,611	-1,860
%销售收入	*8.9%*	*8.4%*	*8.8%*	*8.3%*	*8.3%*	*8.3%*
管理费用	-263	-331	-340	-458	-547	-628
%销售收入	*3.3%*	*3.2%*	*3.2%*	*2.9%*	*2.8%*	*2.8%*
息税前利润（EBIT）	136	223	259	214	300	417
%销售收入	*1.7%*	*2.2%*	*2.4%*	*1.3%*	*1.5%*	*1.9%*
财务费用	-50	-86	-107	-48	-45	-58
%销售收入	*0.6%*	*0.8%*	*1.0%*	*0.3%*	*0.2%*	*0.3%*
资产减值损失	-10	-4	-41	1	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	35	32	31	27	30	40
%税前利润	*20.5%*	*15.8%*	*17.5%*	*11.8%*	*9.3%*	*9.0%*
营业利润	111	165	143	193	283	397
营业利润率	*1.4%*	*1.6%*	*1.4%*	*1.2%*	*1.4%*	*1.8%*
营业外收支	57	39	37	35	40	45
税前利润	**169**	**204**	**180**	**228**	**323**	**442**
利润率	*2.1%*	*2.0%*	*1.7%*	*1.4%*	*1.7%*	*2.0%*
所得税	-39	-39	-51	-44	-62	-84
所得税率	*23.3%*	*19.2%*	*28.2%*	*19.1%*	*19.2%*	*19.1%*
净利润	129	165	129	185	261	358
少数股东损益	-11	10	-4	18	32	40
归属于母公司的净利润	**140**	**155**	**133**	**167**	**229**	**318**
净利率	*1.8%*	*1.5%*	*1.3%*	*1.0%*	*1.2%*	*1.4%*

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	129	163	129	185	261	358
少数股东损益	0	0	0	18	32	40
非现金支出	101	116	172	137	161	183
非经营收益	38	66	79	27	7	8
营运资金变动	-229	-142	-220	-107	-192	-143
经营活动现金净流	**39**	**203**	**159**	**261**	**269**	**446**
资本开支	123	136	127	240	340	345
投资	-121	77	-200	0	0	0
其他	49	36	39	27	30	40
投资活动现金净流	**-194**	**-23**	**-288**	**-213**	**-310**	**-305**
股权募资	0	0	994	0	0	0
债权募资	211	190	11	-667	306	148
其他	-164	-203	-197	-97	-133	-149
筹资活动现金净流	**47**	**-13**	**808**	**-765**	**173**	**-1**
现金净流量	**-108**	**167**	**679**	**-717**	**132**	**140**

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	964	1,067	1,735	1,000	1,100	1,200
应收款项	844	740	767	1,122	1,416	1,625
存货	868	981	808	1,459	1,816	2,128
其他流动资产	228	333	466	558	618	666
流动资产	2,904	3,121	3,777	4,139	4,949	5,619
%总资产	*55.2%*	*54.1%*	*57.3%*	*58.4%*	*61.0%*	*62.5%*
长期投资	287	326	327	327	327	327
固定资产	1,327	1,422	1,480	1,598	1,796	1,972
%总资产	*25.2%*	*24.7%*	*22.5%*	*22.5%*	*22.1%*	*21.9%*
无形资产	735	758	824	843	866	898
非流动资产	2,353	2,648	2,810	2,946	3,168	3,376
%总资产	*44.8%*	*45.9%*	*42.7%*	*41.6%*	*39.0%*	*37.5%*
资产总计	**5,257**	**5,769**	**6,587**	**7,085**	**8,117**	**8,995**
短期借款	1,475	1,596	1,591	927	1,235	1,384
应付款项	1,566	1,669	1,363	2,699	3,275	3,749
其他流动负债	-64	66	92	-207	-263	-311
流动负债	2,977	3,331	3,046	3,420	4,247	4,823
长期贷款	68	10	24	21	19	18
其他长期负债	146	177	192	192	192	192
负债	**3,190**	**3,518**	**3,262**	**3,632**	**4,457**	**5,032**
普通股股东权益	1,876	1,988	3,066	3,176	3,349	3,610
少数股东权益	191	267	258	276	308	348
负债股东权益合计	**5,257**	**5,774**	**6,585**	**7,084**	**8,114**	**8,991**

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.187	0.189	0.142	0.178	0.244	0.339
每股净资产(元)	2.508	2.417	3.270	3.387	3.571	3.850
每股经营现金净流(元)	0.052	0.247	0.169	0.259	0.252	0.433
每股股利(元)	0.000	0.000	0.060	0.060	0.060	0.060
回报率						
净资产收益率	7.47%	7.81%	4.33%	5.24%	6.83%	8.80%
总资产收益率	2.67%	2.69%	2.02%	2.35%	2.82%	3.54%
投入资本收益率	4.43%	7.30%	6.44%	5.62%	6.95%	8.79%
增长率						
营业总收入增长率	23.87%	32.15%	2.07%	51.83%	21.45%	14.76%
EBIT增长率	98.96%	63.96%	15.87%	-17.36%	40.35%	39.04%
净利润增长率	-8.10%	10.85%	-14.53%	25.43%	37.28%	39.06%
总资产增长率	13.83%	9.83%	14.05%	7.56%	14.56%	10.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.8	21.8	20.8	19.0	20.0	20.0
存货周转天数	42.0	37.9	36.2	38.0	39.0	40.0
应付账款周转天数	28.8	22.8	23.8	22.5	22.5	22.5
固定资产周转天数	45.7	40.1	44.7	33.0	28.7	26.5
偿债能力						
净负债/股东权益	27.99%	23.86%	-3.62%	-1.51%	4.22%	5.11%
EBIT利息保障倍数	2.7	2.6	2.4	4.4	6.6	7.2
资产负债率	60.69%	60.93%	49.53%	51.27%	54.93%	55.97%

来源：齐鲁证券研究所

此报告专供民生加银基金管理有限公司研究报告公共邮箱阅读

投资评级说明

买入： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上
增持： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有： 预期未来 6－12 个月内波动幅度在-5%-+5%
减持： 预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

此报告专供民生加银基金管理有限公司研究报告公共邮箱阅读